



**CAMBIO DE PERSPECTIVAS  
PARA AMÉRICA LATINA**

*Documento de Trabajo N° 16  
Febrero de 2004*

\* Ver Serie Documentos de Trabajo



---

## ***Autoridades de Fundación para el Cambio***

Presidente	<i>Carlos Melconian</i>
Vicepresidente	<i>Rodolfo Santangelo</i>
Secretario	<i>Claudio Mauro</i>
Tesorera	<i>Verónica Sánchez Quintana</i>
Director Ejecutivo	<i>Edgardo Cenzone</i>

---

Leandro N. Alem 690, Piso 15 Of. B, (C1001AAO) Buenos Aires - Tel. 4313-3825 -  
cambio@iplanmail.com.ar

---



## **I. Introducción**

Las buenas perspectivas económicas para la región para el presente año se sustentan principalmente en el favorable contexto internacional, condición que también contribuyó a tener en 2003 un punto de inflexión luego de varios años de bajo crecimiento.

El repaso siguiente sobre la región tiene cinco partes: a) el punto de partida, mostrando el nuevo contexto 2003; b) 2004: ¿qué juega a favor y qué en contra? donde se destaca el aporte del favorable contexto internacional y la situación política de algunos países como fuente de incertidumbre regional; c) el mapa de crecimiento 2004, agrupando a los países por nivel de crecimiento del PBI; d) la proyectada abundancia de dólares por comercio exterior y baja inflación, destacándose la continuidad de la estabilidad cambiaria y de precios en este año; y por último e) la situación fiscal y relación con el FMI.

## **II. El punto de partida**

En términos económicos 2003 ha sido un año de inflexión para la región. Más allá de situaciones particulares, como el rebote fuerte de Argentina y la continuidad de la caída fuerte en Venezuela, el resto de los países presenta mejores expectativas de corto y mediano plazo que a fines del año pasado.

En la mayoría de los países el nivel de actividad se ha recuperado impulsado por las exportaciones (más por la recuperación de precios de productos primarios que por volumen). El excedente de dólares comerciales contribuyó a estabilizar el mercado cambiario y los precios, y la inversión y el consumo están retornando lentamente (ver cuadro 1).

En 2003 comenzó a dibujarse un nuevo contexto para la región, el cual se manifestó en mejores indicadores financieros y una recuperación de la inversión extranjera directa a partir del tercer trimestre (ver cuadro 2). Con la única excepción de Argentina, el resto de los países de la región registraron caídas significativas de riesgo país. La inversión extranjera ha sido muy selectiva y se concentró especialmente en aquellos países y sectores que muestran oportunidades de acceder a rentas extraordinarias como ser la explotación de productos primarios.

## Cuadro N° 1

## BUEN PUNTO DE PARTIDA, LOS DATOS MACRO DE 2003

	Crecimiento del PBI	Crecimiento de las exportaciones	Variación del Tipo de Cambio Nominal		Inflación
	(e)	(e)	(-) apreciación depreciación	(+)	Var. de precios al consumidor
Argentina	8.3%	14.3%	-15.6%		3.7%
Bolivia	2.5%	22.4%	3.5%		3.0%
Brasil	0.3%	21.1%	-20.7%		8.1%
Chile	3.2%	13.4%	-17.1%		2.2%
Colombia	3.2%	10.8%	0.7%		6.5%
Ecuador	1.5%	9.4%	0.0%		7.0%
México	0.8%	2.4%	8.2%		4.0%
Paraguay	0.5%	3.1%	-10.0%		8.0%
Perú	4.0%	11.9%	-1.9%		1.9%
Uruguay	0.5%	12.8%	4.0%		10.0%
Venezuela	-10.5%	2.0%	21.4%		25.0%

Fuente: M&amp;S Consultores en base a OVERLAT.

## Cuadro N° 2

MEJORA DEL CONTEXTO FINANCIERO INTERNACIONAL Y  
LENTO RETORNO DE LA IED

Países	Riesgo País		Inversión Extranjera Directa en millones de US\$								
	Dic. '02	Dic. '03	I trimestre			II trimestre			III trimestre		
			2002	2003	Var. %	2002	2003	Var. %	2002	2003	Var. %
Argentina	6,390	6,100	529	274	-48%	175	-423	-342%	-667	-50	-93%
Brasil	1,440	450	4,168	1,281	-69%	4,416	1,563	-65%	1,784	3,400	91%
Chile	n/c	n/c	572	591	3%	365	772	112%	601	587	-2%
Colombia	645	440	888	316	-64%	563	138	-75%	180	662	267%
México	331	180	2,625	2,570	-2%	4,138	3,474	-16%	2,850	2,049	-28%
Perú	610	290	245	366	49%	540	199	-63%	945	200	-79%
Uruguay	1,838	612	51	82	60%	46	70	50%	46	76	64%
Venezuela	1,127	700	251	1,041	315%	78	831	965%	88	624	609%
Promedio emergentes (1)	710	345	9,329	6,521	-30%	10,321	6,624	-36%	5,828	7,548	30%

(1) EMBI Plus promedio para países emergentes excluida la Argentina

Fuente: M&amp;S Consultores en base a los respectivos bancos centrales.

El favorable contexto internacional se consolidó en 2003, tanto en lo real como en lo financiero. La principal fuente de incertidumbre sobre la región quedó centrada en problemas de gobernabilidad que presentan algunos países (como Venezuela y Bolivia) y en algunas diferencias que puedan surgir en las relaciones bilaterales, producto de posiciones que se van tomando en torno a conflictos puntuales (como ser: salida al mar de Bolivia, guerrilla en Colombia y actividades

de grupos populares como indígenas, coccaleros o piqueteros).

Por lo tanto, es importante que no surjan nuevos problemas políticos en la región que impidan aprovechar el favorable contexto internacional y el retorno al crecimiento que mostró la región el año pasado.

En definitiva, 2004 se inicia con expectativas favorables y su continuidad depende fundamentalmente de que se mantenga el buen contexto internacional, determinado por: i) la recuperación del comercio mundial, ii) los buenos precios de commodities y iii) la menor aversión al riesgo emergente. Esto le aporta a la región mayor cantidad y precio en sus exportaciones, es decir mayor nivel de actividad (por cantidad) y un mayor excedente de dólares por superávit comercial (por precio). El contexto financiero ayuda, aunque no se espera un flujo de capitales masivos a la región.

### **III. 2004: ¿qué juega a favor y qué en contra?**

En general, el contexto internacional seguirá jugando a favor para que la región mantenga su ritmo de crecimiento:

#### **i) crecimiento de la economía mundial**

EE.UU. volverá a crecer a una tasa en torno al 4%, con Europa creciendo al 2% y Asia manteniendo la tasa de crecimiento de 2003 (6,5%). En este contexto, de crecimiento mundial levemente superior al 4%, el comercio mundial se incrementará más de 5%, lo que contribuye al crecimiento del nivel de las exportaciones de la región (ver cuadro 3).

### Cuadro N° 3

## RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

PBI - var. % anual

	2000	2001	2002	2003 (e)	2004 (p)
<b>Crecimiento Mundial</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.1%</b>
<b>Países Desarrollados</b>	<b>3.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.9%</b>
Estados Unidos	3.8%	0.3%	2.4%	2.6%	3.9%
Europa	3.5%	1.5%	0.9%	0.5%	1.9%
Japón	2.8%	0.4%	0.2%	2.0%	1.4%
Otros	5.1%	1.6%	3.0%	1.9%	3.1%
<b>Países en Desarrollo</b>	<b>5.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.6%</b>
África	3.0%	3.7%	3.1%	3.7%	4.8%
Asia	6.8%	5.8%	6.4%	6.4%	6.5%
Europa del Este	6.0%	2.0%	4.8%	5.1%	4.6%
Latinoamérica	4.0%	0.7%	-0.1%	1.1%	3.6%
<b>Comercio Mundial</b>	<b>12.6%</b>	<b>0.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>5.5%</b>

Fuente: FMI, World Economic Outlook

El mundo no registraba una tasa de crecimiento de esta magnitud desde 2000 (creció 4,8%), cuando los países desarrollados crecieron 3,9% y los países en desarrollo 5,7%. Para 2004 se espera que los países en desarrollo crezcan a una tasa similar a la de ese año, pero que los desarrollados lo hagan a una tasa inferior debido a que Europa no logra acelerar el crecimiento y Japón crecerá menos que en el año pasado.

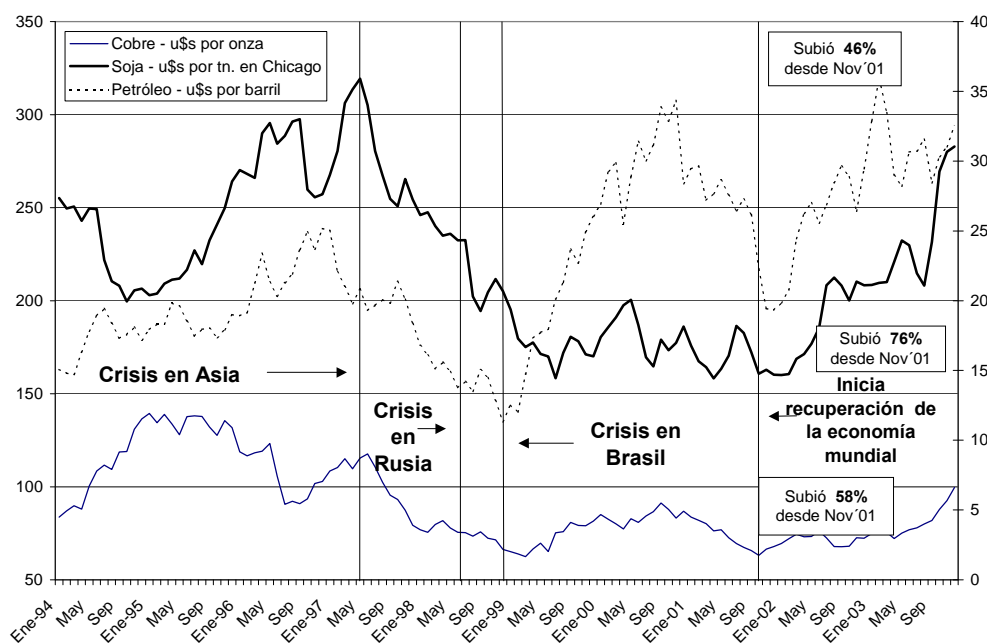
#### ii) buenos precios de commodities

Todo parece indicar que en 2004 los precios agrícolas y minerales se mantendrán en los niveles actuales, con el petróleo oscilando de acuerdo a los acontecimientos en Medio Oriente pero con un piso alto. En 2003 los precios agrícolas y minerales crecieron 20% (aunque la Soja subió 36%) y 34%, respectivamente, confirmando la tendencia iniciada a fines de 2001 (ver gráfico 1).

El precio de los commodities tiene una alta correlación con el crecimiento de la economía mundial. Que la economía mundial crezca al 4% es el principal elemento para fundamentar el mantenimiento de los precios internacionales en 2004.

### Gráfico N° 1

### EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS COMMODITIES AL COMPÁS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL



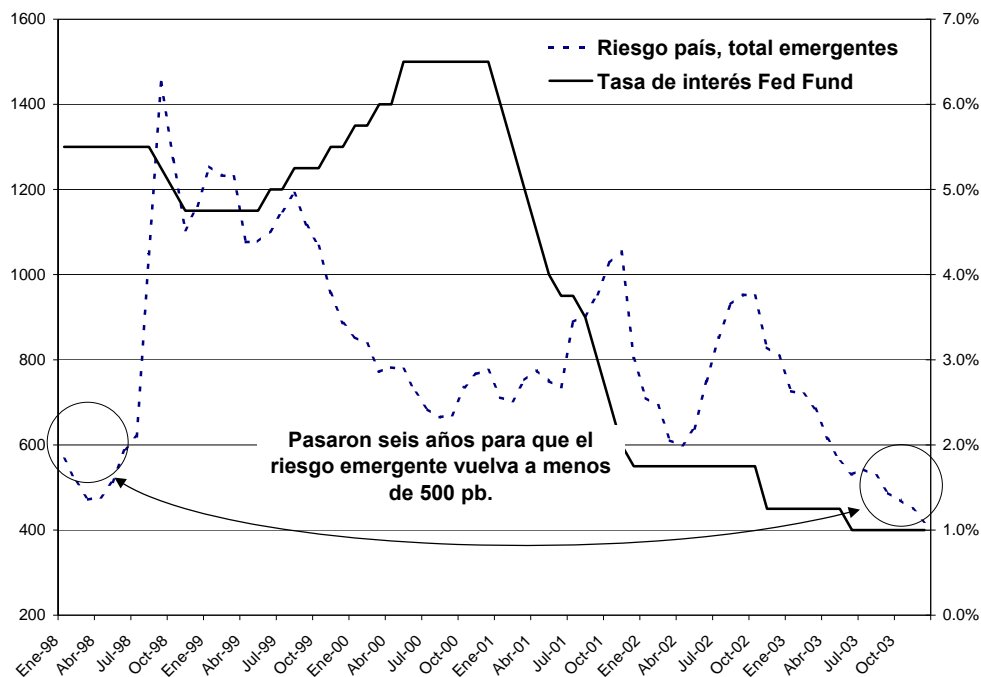
Esto contribuye a incrementar el valor de las exportaciones y a estabilizar el mercado cambiario por el exceso de divisas que genera el superávit comercial, tal como sucedió en 2003 cuando la mayor parte de los países de la región registraron apreciación de sus monedas. En algunos países, el exceso de divisas lleva al Banco Central a mantener una política de intervenciones para sostener el nivel del tipo de cambio.

#### iii) favorable contexto financiero internacional

Las condiciones financieras internacionales han mejorado para los países emergentes en 2003 y se espera que se mantengan en 2004 al compás del mayor crecimiento del mundo y de la baja tasa de interés (ver gráfico 2).

Para encontrar un inicio de año con el riesgo país para el total de emergente en los niveles actuales (menos de 450 pb) hay que remontarse a 1998, aunque en ese año la tasa de interés era más alta que en la actualidad. A partir de allí se dio una sucesión de crisis en países emergentes que determinaron una mayor aversión al riesgo de parte de los inversores internacionales.

#### Gráfico N° 2

**RIESGO EMERGENTE Y TASA DE INTERÉS EN EE.UU.**

Esto no implica que se pueda volver a los niveles de flujo de capital de mediados de los noventa, pero abre la posibilidad a los países que mantienen una economía ordenada de recurrir al mercado para financiar sus necesidades. Los países de la región que en los últimos años tuvieron o tienen problemas fiscales y de deuda (como ser Argentina, Uruguay, Ecuador y Venezuela, entre otros) seguirán con el acceso restringido al financiamiento.

Los aspectos que seguirán siendo fuente de incertidumbre regional son los políticos. A las crisis de gobernabilidad que presentan algunos países, se suma el alto grado de conflictividad social:

### i) problemas de gobernabilidad:

Los países con mayor nivel de problemas en este campo son Venezuela, Ecuador, Colombia, Bolivia y Perú.

En Venezuela se ha planteado una situación de crisis permanente y toda la discusión política pasa por la continuidad o no de Chávez, estando en un segundo plano la discusión de reformas. El tema de 2004 es el referendun para revalidar su continuidad y forzar así un llamado a elecciones. El principal aliado de Chávez es el precio del petróleo, que le evita entrar en una crisis económica terminal.

A fines de 2003 Ecuador también ingresó en una etapa complicada, donde el Presidente perdió el apoyo de los grupos indígenas y el consenso parlamentario. A

partir de ahora Gutiérrez enfrenta el desafío de gobernar con el Congreso en contra y con baja popularidad por las denuncias que indican que aceptó financiamiento del narcotráfico para su campaña presidencial. Si bien se está realizando una investigación parlamentaria y en la Justicia para determinar si existió o no el aporte, más allá del resultado de la misma su imagen ante la sociedad ya no es la misma y tendrá que esforzarse por recuperar el apoyo de sus ex aliados políticos. Este un tema importante teniendo en cuenta las reformas pendientes en el Congreso (en su mayoría contempladas en el acuerdo con el FMI) y la necesidad de Ecuador de sacar la reforma tributaria para encuadrar los números fiscales.

En Colombia el Presidente perdió el apoyo parlamentario, aunque aún conserva una imagen aceptable ante la opinión pública y cuenta con el apoyo de EE.UU. (financiero y logístico) para controlar a la guerrilla. Sin el Congreso, su impronta reformadora puede entrar en una negociación permanente sin resultados, algo similar como le ocurrió a su antecesor con la guerrilla: “muchas negociaciones, pocos resultados”.

El nuevo Presidente de Bolivia tendrá que consolidar los acuerdos con los partidos tradicionales y con los indígenas para evitar la paralización del Congreso. Desde una posición débil y con Evo Morales “manejando la calle”, el Presidente Mesa debe intentar completar el mandato de Sanchez de Losada.

En Perú la gobernabilidad es un problema casi desde el momento mismo de la asunción de Toledo. Lo único que ha evitado la profundización de la crisis es que la economía está siendo impulsada por los buenos precios de los minerales y la concreción de algunas inversiones en infraestructura, especialmente el proyecto Gas de Camisea. Esto le aporta divisas por exportaciones y crecimiento.

Finalmente, y aunque con diferencias respecto a los casos anteriores, México tiene algunos problemas de gobernabilidad que lo han llevado a una parálisis legislativa. El Presidente Fox no logra que el Congreso le apruebe reformas pendientes desde que asumió y esto se convirtió en una fuente de incertidumbre. Algunas de las reformas pendientes (como la eléctrica) impide la realización de inversiones y desarrollo de tecnología en sectores considerados estratégicos para el crecimiento de la economía.

## ii) conflictividad social

Los problemas de gobernabilidad y el bajo crecimiento del PBI de los últimos años han producido en algunos países un alto grado de conflictividad social. Esto genera incertidumbre y deteriora las expectativas de los consumidores y los inversores. En algunos países la conflictividad ha llegado a la destrucción de activos de empresas e infraestructura pública.

En general, los países que tienen problemas de gobernabilidad son también

los que presentan mayor nivel de movilización y conflictos sociales. Las excepciones son: i) México, donde las reformas que se encuentran en el Congreso no se votan por falta de consensos políticos, no por presiones de la sociedad, y ii) Argentina, donde la conflictividad social no se condice con la popularidad del Presidente y las actividades del Congreso, donde el Presidente ejerce la gobernabilidad.

#### **IV. El mapa de crecimiento 2004**

El crecimiento económico esperado para la región está basado fundamentalmente en el favorable contexto internacional. Además, con la excepción de Venezuela, los países de la región están en una etapa de relativo entendimiento con los organismos internacionales. Si bien los respectivos acuerdos con el FMI son exigentes en cuanto a las metas fiscales, las mismas reflejan la baja probabilidad que tiene la mayoría de los países de recurrir a endeudamiento en el mercado financiero internacional.

En realidad, los niveles de meta de superávit primario responden más a las condiciones reales que impusieron los mercados financieros frente a los países de la región que a una exigencia propia del organismo. Hoy resultaría bastante complicado para la mayoría de los países colocar con relativa facilidad un bono en el mercado internacional, esta es una posibilidad de financiamiento que sólo pueden usar unos pocos países de la región, como ser: México y Brasil. También Chile tendría la posibilidad de hacerlo si así lo necesitara.

Los pronósticos de crecimiento para el año próximo permiten agrupar a los países de la región en tres niveles (ver cuadro 4): alto crecimiento, moderado crecimiento y bajo crecimiento.

## I. Países de “alto” crecimiento

- Argentina

Viene de crecer a más del 8% y con envión para 2004. En el cuarto trimestre de 2003, el PBI subió más del 9% anual y el aumento del empleo en forma equivalente. De todas maneras, la economía todavía produce 10% menos que el récord alcanzado a mediados de 1998, el PBI per cápita es 14% menor y la tasa de empleo (cantidad de ocupados con relación a la población total) está 2,5 puntos abajo.

Como ya describió ampliamente OVERVIEW<sup>1</sup>, en el interior de esta bonanza económica, conviven sectores con realidades bastante distintas:

i) sectores que están con nivel de actividad récord, que representan el 30% del PBI e incluyen actividades que terminaron el año creciendo al 10% anual en promedio (abarca a las industrias ligadas a la exportación y/o a la sustitución de importaciones, campo, turismo y servicios vinculados a “ganadores”);

ii) sectores que podemos llamar “reactivados”, representan el 20% del PBI, con actividades que terminaron el año creciendo en promedio al 15% anual y produciendo 10% por debajo de sus niveles récord (sectores que entraron en la rueda del consumo masivo);

iii) sectores recuperados, que alcanzan al 15% del PBI, e incluyen a actividades que terminaron el año creciendo al 20% anual aunque siguen lejos de los niveles históricos máximos (un cuarto de la producción industrial: cemento, maquinarias y faena avícola; más la construcción de viviendas y el transporte de pasajeros);

iv) sectores que están en pleno rebote, que representan el 5% del PBI con actividades que terminaron el año creciendo fuerte al 20% anual pero produciendo apenas a la mitad de sus niveles históricos máximos (el 15% de la producción industrial más ligado a la producción de bienes de consumo durable y la construcción de infraestructura;

---

<sup>1</sup> Ver OVERVIEW 628 del 12 de enero de 2004.

Cuadro N° 4

## EL MAPA DE CRECIMIENTO EN 2004

	ALTA DEPENDENCIA DEL CONTEXTO INTERNACIONAL	
	Crecimiento del PBI	Dependencia de las exportaciones de "Productos Primarios" o "Destinos"
<b>Países de "alto" crecimiento</b>		
Argentina	6.0	Soja: 26% de las exportaciones; Petróleo: 18% de las exportaciones.
Chile	4.5	Cobre: 35% de las exportaciones.
<b>Países de "moderado" crecimiento</b>		
Perú	3.8	Oro: 23% de las exportaciones; Cobre: 14% de las exportaciones; Petróleo: 8% de las exportaciones.
Colombia	3.4	Petróleo: 26% de las exportaciones; Carbón: 12% de las exportaciones.
Brasil	3.5	Soja: 12% de las exportaciones; a EE.UU. se destina el 23% de las exportaciones.
México	3.0	Petróleo: 11% de las exportaciones; La Maquila aporta el 40% de las exportaciones; a EE.UU. destina el 87% de las exportaciones.
<b>Países de "bajo" crecimiento</b>		
Venezuela	2.8	Petróleo: 80% de las exportaciones.
Uruguay	2.8	Carnes: 20% de las exportaciones; a Brasil destina el 20% del total.
Bolivia	2.8	Gas: 25% de las exportaciones; Soja: 15% de las exportaciones.
Ecuador	2.5	Petróleo: 40% de las exportaciones.
Paraguay	2.0	Soja: 36% de las exportaciones.

Fuente: M&amp;S Consultores

v) sectores demorados, que es el restante 30% del PBI y son actividades que terminaron el año estancadas y produciendo 25% por debajo de sus niveles récord (bancos, supermercados y los servicios más ligados a "no ganadores", como ser salud y educación privada, actividades profesionales, etc.).

En 2003 la rueda del ciclo la movió básicamente el 50% de la economía: los sectores en récord (que empezaron a mover la rueda) y la economía "reactivada" (que tomó la posta en la última parte del año). El desafío para este año es que la

rueda del ciclo sea movida por la otra mitad de la economía: la que se está recuperando, la que está rebotando y algo de la demorada. Estará también el empuje remanente de la economía reactivada, que tiene resto. El 30% que ya está en récord hará un aporte relevante en la medida que corra su frontera de producción. De lo contrario, pasará a ser un engranaje más de la rueda.

- Chile

Este es un país estabilizado y ordenado pero que en los últimos años mostró bajo crecimiento relativo a su historia. Tradicionalmente las exportaciones fueron uno de los motores del crecimiento y en los últimos años sintieron el bajo crecimiento de la economía mundial y los bajos precios de los commodities. Ahora el contexto internacional es favorable al dinamismo de las exportaciones, lo cual contribuye a alcanzar una tasa de crecimiento más alto.

En estos años de bajo crecimiento (en los últimos cinco el PBI creció a una tasa promedio de 2,3% anual, contra el 7,2% de la década del noventa), el Gobierno intentó movilizar la demanda interna con mayor gasto público y baja de tasa de interés sin lograr mayores resultados.

A la pregunta ¿por qué a Chile le cuesta volver a tasas de crecimiento alta? La respuesta tiene dos componentes: en primer lugar, porque el contexto internacional fue un limitante; en segundo, por los problemas que tiene el Gobierno para regenerar el clima de negocios y ofrecer nuevas oportunidades de inversión.

En este contexto, de debilidad en las exportaciones y bajo clima de negocios la demanda agregada interna se mantuvo estable y no aportó al crecimiento (por ejemplo, las inversiones como porcentaje del PBI pasaron de 27% en 1998 a poco más de 22% en 2003).

Para 2004 el escenario de crecimiento podría ser diferente de la mano del favorable sector externo (se espera crecimiento superior al 4%). Al buen momento de las economías asiáticas se sumó la expansión de la economía de EE.UU., lo cual mejora algunas variables relevantes para Chile. Por ejemplo, el precio del cobre registró un incremento de 15% en el segundo semestre de 2003.

La continuidad del favorable contexto internacional en 2004 permite prever la consolidación de la recuperación de la economía de Chile por el crecimiento de las exportaciones (están creciendo al 10% anual). Al igual que en 2003 la trayectoria creciente de la economía será lenta, debido principalmente al escaso dinamismo de la inversión y el consumo.

## II. Países de “moderado” crecimiento

Luego viene el **grupo de los países con tasas de crecimiento esperadas de 3% o algo más**. Aquí se encuentran Brasil, México, Perú y Colombia. Estos a

su vez se pueden presentar en dos subgrupos; los más dependientes del crecimiento de la economía mundial (pueden incrementar el volumen de sus exportaciones, además de aprovechar los buenos precios) y los más dependientes del precio de commodities (les cuesta más incrementar el volumen de sus exportaciones frente a un contexto internacional favorable, pero sí sienten el impacto de los mejores precios):

#### II.a. Más dependientes del crecimiento mundial

Para Brasil y México es importante la recuperación de la economía mundial por el dinamismo de las exportaciones (por el incremento del volumen de las exportaciones). El crecimiento de EE.UU. y la continuidad de la expansión de las economías asiáticas claramente jugará a favor, tal como ocurrió el año pasado y les da un piso a la tasa de crecimiento esperada. Para volver a tasas de crecimiento altas y consolidar la tendencia iniciada el año pasado, en 2004 necesitan un mayor dinamismo de la demanda interna, tanto por consumo como por inversión.

- Brasil

Más allá de las mejoras financieras siempre deja dudas respecto de la tasa de crecimiento esperada, pero en 2004 puede ser la atracción. Luego de un 2003 en el que ordenó los números fiscales, logró bajar la inflación y aprovechó el contexto internacional para alcanzar el mayor superávit comercial de la historia, en 2004 el objetivo del equipo económico es que la economía crezca más de 3% (luego de tres años de crecimiento promedio del PBI de 1,2%), aprovechando el dinamismo que aporta el crecimiento mundial a las exportaciones de Brasil.

Arrancó el año con la tasa de interés de referencia a la baja y la tasa de interés real en un dígito, lo cual hace suponer que comenzará a recuperarse fuertemente el consumo y la inversión, componentes que hasta ahora se mantuvieron estancados. El sector que mayor dinamismo aportó a la economía en 2003 fue las exportaciones (crecieron 21% y marcaron un nuevo récord histórico de US\$ 73.080 M), el cual se espera también se mantenga este año.

Dado que se espera que la baja de la tasa de interés aporte dinamismo a la demanda interna y que se mantenga la solidez de las exportaciones, es altamente probable que el PBI crezca a una tasa superior al 3%. En el último año de crecimiento alto del PBI (4,4%, en 2000) la tasa de interés real se mantuvo varios meses por debajo del 10% anual, nivel en que en los últimos meses ha ingresado.

Brasil ha profundizado la ortodoxia de su política económica destacándose el nivel del superávit primario (4,25% del PBI), política que se mantendrá en 2004 como ancla de expectativas. La credibilidad en la política económica seguirá siendo aportada desde el Banco Central con el esquema de *inflation targeting*.

Con respecto a la política cambiaria, en 2004 aparece como novedad la

decisión del Banco Central de realizar intervenciones en el mercado cambiario. Si bien la misma se justificó en la recomposición de reservas (en diciembre totalizaban unos US\$ 55.000 M), la medida se interpretó como parte de una estrategia para que el valor del dólar se mantenga en torno a los R\$ 3 y evitar una nueva apreciación (en 2003 fue del orden del 20%) que comprometa la competitividad de las exportaciones.

- México

Por primera vez desde que existe el NAFTA la economía de México parece disociarse de la de EE.UU. y no logra engancharse en este nuevo ciclo expansivo. En los últimos tres trimestres la economía estadounidense creció interanualmente más de 2% cada período, mientras que la mexicana registró tasas de crecimiento inferiores a 0,5% (ver gráfico 3).

A pesar del comienzo de la recuperación de EE.UU. las exportaciones no petroleras de México se mantienen estancadas. Esto se explica por dos motivos: i) la mayor competencia que enfrentan las maquilas mexicanas de productos provenientes de China (estas exportaciones cayeron 9% en 2003), y ii) la fortaleza del peso mexicano frente a otras monedas de la región.

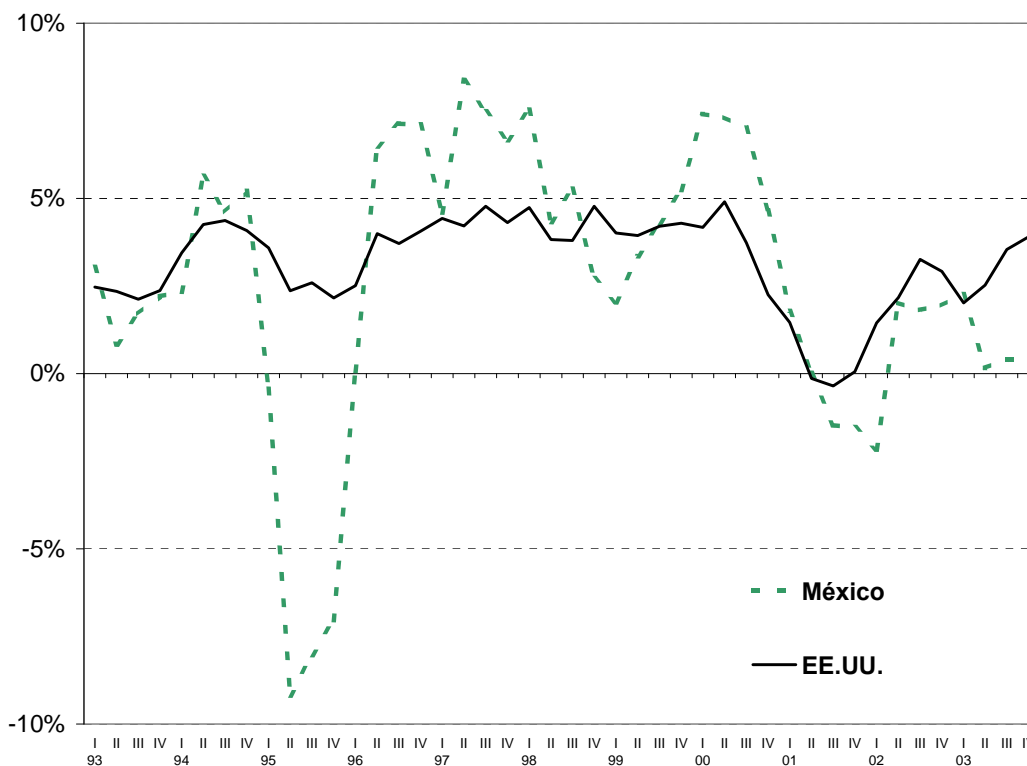
La demanda interna también está estancada. La inversión extranjera directa se contrajo 15% en los primeros nueve meses de 2003 y el consumo creció apenas al 2,7% debido a la escasa generación de empleo formal y a la estabilidad de los salarios.

En resumen, México no cuenta con un sector que dinamice la economía, y si no fuera por el petróleo las exportaciones también mostrarían contracción (las totales crecieron 2,4% en 2003 y las no petroleras una leve caída).

Para que la economía recupere dinamismo es condición necesaria que la economía de EE.UU. mantenga y amplíe el dinamismo. La condición suficiente es que la demanda interna comience a recuperarse de la mano de los sectores exportadores y volver a las tasas de crecimiento promedio alcanzadas entre 1996 y 2000 (el consumo privado creció al 5.3% anual y la inversión al 13,4%). Para 2004 se espera un crecimiento de 3%.

**Gráfico N° 3**

**MÉXICO NO LOGRA ENGANCHARSE A LA REACTIVACIÓN DE EE.UU.**  
Tasa de crecimiento del PBI trimestral (contra igual período del año anterior)

**II.b. Más dependientes del precio de commodities**

En Perú y Colombia el crecimiento está más explicado por los buenos precios de los commodities (minerales y agrícolas) y las inversiones que se están produciendo en esos sectores. Por el perfil de sus exportaciones poco industrializadas, les cuesta más incrementar los volúmenes en un escenario de crecimiento de la economía mundial.

En estos países parece difícil lograr una recuperación del consumo privado, en el primero por la incertidumbre que genera la debilidad del Presidente y la falta de gobernabilidad, y en el segundo por la actividad guerrillera.

- Perú

El Presidente no logra repuntar su mala imagen popular a pesar de que la economía crece. En 2003 el PBI creció 4% explicado principalmente por la buena performance de los sectores no primarios y para 2004 se espera un crecimiento levemente inferior (3,8%) pero más homogéneo (por la puesta en operación del gasoducto de Camisea y la recuperación de la pesca). El producto primario

igualaría la tasa de crecimiento del no primario y la inversión privada continuaría recuperándose lentamente.

En 2003 las exportaciones crecieron 14% impulsadas principalmente por la minería, situación que se repetiría en el presente año. Las importaciones registraron un crecimiento de 9% debido principalmente al mayor valor de las exportaciones de combustibles.

El superávit comercial es el principal factor que explica la apreciación del sol en 2003 (superó los US\$ 700 M, unos US\$ 450 M más que en 2002 y el mayor nivel desde 1989), en tanto que el superávit esperado para 2004 (más de US\$ 1.200 M) es lo que consolida la estabilidad (en torno a los 3,48 soles por dólar).

- Colombia

El Presidente Uribe ha perdido popularidad y apoyo parlamentario para el tratamiento de algunas de sus iniciativas. Pero mantiene la iniciativa y el apoyo del Gobierno de los EE.UU., lo cual le aporta fondos a la economía y recursos para enfrentar a la guerrilla.

Al igual que en los últimos años, en 2004 el accionar de la guerrilla seguirá siendo el principal limitante de crecimiento y la principal fuente de incertidumbre política y económica.

Para 2004 se espera que la actividad económica siga mejorando (crecimiento de 3,4%), apoyándose en la buena performance de las exportaciones y en una lenta recuperación de la inversión y el consumo. La actividad petrolera seguirá concentrando inversiones y los buenos precios de los commodities agrícolas convertirán al sector en uno de los de mayor dinamismo.

### **III. Países de “bajo” crecimiento**

El tercer grupo corresponde a los países con crecimiento esperado por debajo del 3%, donde se encuentran Venezuela, Ecuador, Uruguay, Paraguay y Bolivia. Estos países presentan como característica común el deterioro de la gobernabilidad y la alta conflictividad social.

Con la excepción de Venezuela y Ecuador, productores de petróleo, en los otros países el nivel de precios de los commodities no es tan significativo, aunque contribuye al excedente de dólares por el balance comercial. Para todos, es muy relevante que las economías grandes de la región se recuperen porque es a donde destinan la mayor parte de sus exportaciones.

- Venezuela

En los cuatro años y medio que lleva Chávez como Presidente de Venezuela los resultados económicos han sido pésimos. En este período el PBI se contrajo 20% y el ingreso per cápita 25%.

La presidencia Chávez se caracterizó por el desorden económico y la falta de una política económica. Todas las medidas populistas que fue adoptando fueron financiadas con reservas internacionales que aporta el alto precio del petróleo. Cuando el precio del barril bajó, Chávez se vio forzado a liberar el mercado cambiario porque las reservas internacionales no eran suficientes para seguir financiando el déficit fiscal y defender la paridad cambiaria en un contexto de salida de capitales.

La economía sigue deteriorándose pero con la gran ventaja del precio del petróleo jugando a su favor, lo cual aporta financiamiento a la política populista de Chávez (sigue aumentando el gasto público) y le permite mantener el esquema de control cambiario y lograr cierta estabilidad en los precios.

Nada de esto parece cambiar en 2004, con el agravante de que la situación política sigue deteriorándose y afectando las decisiones de los agentes económicos. La oposición va ganando espacios y el referendium puede ser el gatillo para el final del Gobierno Chávez o la profundización de la crisis.

Con el precio de la cesta petrolera por encima de los US\$ 25 el barril el Gobierno resuelve los problemas fiscales y tiene recursos suficientes como para mantener su política populista.

Una muestra de la dependencia petrolera y del desorden que está generando Chávez lo da el comportamiento de las exportaciones no petroleras, que cayeron más de 15% en 2003.

- Ecuador

Desde el cuarto trimestre de 2002 la economía está en desaceleración y en el segundo trimestre de 2003 registró por primera vez en tres años una tasa de crecimiento negativa, de 0,5%. Apoyada en la bonanza petrolera, en el segundo semestre de 2003 la economía volvería a mostrar tasas de crecimiento positivas para cerrar el año con crecimiento en torno a 1,5%.

La dolarización se está consolidando como sistema monetario y cambiario, aunque las cuentas fiscales son una luz de alerta permanente para su continuidad. Bajo el esquema de dolarización, el Estado no tiene la posibilidad de emitir dinero, a lo que se suman las dificultades para recurrir al mercado financiero internacional luego del default de 1999 para financiar compromisos de deuda. El precio del petróleo alto ha contribuido a cerrar los números fiscales, especialmente en 2003 donde se vieron afectados los ingresos tributarios por el menor nivel de actividad,

y el superávit primario alcanzó 5,1% del PBI.

Para 2004 se espera un crecimiento del PBI de 2,5% ayudado por las inversiones en los sectores primarios (petróleo y agrícola) y el repunte del consumo privado.

- Los tres países chicos

Paraguay, Uruguay y Bolivia no sólo tienen las economías más pequeñas de la región, sino que además en 2004 formarán parte del grupo de países de menor crecimiento. Si bien estos países presentan una alta dependencia de las economías de los países grandes de la región, las respectivas situaciones políticas internas no les permitirán mostrar mayor crecimiento.

En Uruguay ya se está pensando en el recambio presidencial (elecciones presidenciales en octubre de 2004 y asunción del nuevo gobierno en enero de 2005) y el actual gobierno no encuentra mecanismos para avanzar en sus propuestas de reforma. La economía va superando la crisis de los últimos dos años pero a un ritmo muy lento.

En Bolivia y Paraguay la situación política es más delicada por la alta movilidad social que tienen ambas sociedades desde hace ya unos años. En estos países es muy difícil pensar en crecer por alta conflictividad social y el bajo grado de gobernabilidad con que cuentan los respectivos Gobiernos.

## **V. Abundancia de dólares por comercio exterior y baja inflación**

Este año la mayoría de los países de la región mostrarán estabilidad cambiaria, lo cual contribuirá a mantener baja la inflación.

El primer aspecto se explica básicamente por el alto superávit comercial, lo cual seguirá aportando dólares excedentes al mercado. El crecimiento del comercio mundial y los buenos precios de los commodities permiten estimar para 2004 a muy pocos países con déficit en Cuenta Corriente, entre los cuáles el nivel más alto de déficit sería del orden de 2% del PBI (ver cuadro 5).

Con respecto a la baja inflación, ésta se explica por: i) apreciación de las monedas de la región o estabilidad frente al dólar, ii) control fiscal, lo cual reduce las necesidades de asistencia financiera desde la autoridad monetaria al fisco incrementando la cantidad de dinero, y iii) moderado crecimiento del PBI, lo cual reduce las presiones por incremento de la demanda.

La recuperación del nivel de actividad aporta al cierre de las cuentas fiscales,

así como el precio del petróleo en algunos países y el de la soja en la Argentina (por las retenciones). Por ello, más allá del default en Argentina (motivo por el cual dará superávit), sólo dos países registrarían déficit fiscal superior a 2% del PBI: Bolivia y Brasil.

Todo indica que en 2004 la región mantendrá la estabilidad financiera. El nivel más alto de inflación se espera en Venezuela con 15%, para el resto de los países se esperan variaciones inferiores al 8%. Las únicas cuestiones que pueden generar algunos sobresaltos son la estacionalidad y el comportamiento de la demanda de dinero o cambios de portafolios en algunos países si se dan situaciones que actúen como gatillo.

## Cuadro N° 5

### RESULTADO DE LA CUENTA CORRIENTE

como % del PBI

Países	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
<b>Argentina</b>	-4.8%	-4.2%	-3.2%	-1.7%	9.5%	6.5%
<b>Bolivia</b>	-7.9%	-5.9%	-5.3%	-3.4%	-4.5%	-2.0%
<b>Brasil</b>	-4.2%	-4.7%	-4.0%	-4.6%	-1.7%	0.4%
<b>Colombia</b>	-5.3%	0.0%	0.4%	-1.5%	-2.0%	-2.3%
<b>Chile</b>	-5.2%	-0.1%	-1.0%	-1.6%	-0.8%	-0.3%
<b>Ecuador</b>	-8.6%	5.3%	5.8%	-2.6%	-4.8%	-3.8%
<b>México</b>	-3.8%	-2.9%	-3.1%	-2.9%	-2.2%	-1.6%
<b>Paraguay</b>	-1.9%	-2.1%	-2.5%	-3.2%	5.3%	0.9%
<b>Perú</b>	-6.4%	-3.6%	-2.9%	-2.2%	-2.1%	-2.0%
<b>Uruguay</b>	-2.1%	-2.4%	-2.8%	-2.9%	2.0%	1.0%
<b>Venezuela</b>	-3.4%	3.4%	10.9%	3.5%	8.7%	12.4%
<b>Promedio</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>

\* 2003 estimado

Fuente: M&S Consultores en base a los respectivos bancos centrales.

## VI. Situación fiscal y relación con el FMI

En términos generales los países de la región vienen mejorando su performance fiscal, aunque existen algunas excepciones y está pendiente la solución al tema de la deuda en Argentina.

Curiosamente, Brasil ostenta al mismo tiempo el mayor superávit primario (pasó de 3,91% del PBI en 2002 a 4,25% en 2003) y el segundo déficit fiscal global después del pago de intereses (pasó de 4,6% del PBI en 2002 a 5,2% en 2003). El incremento del déficit fiscal global se explica por los mayores pagos en concepto de intereses de la deuda interna que implicó llevar la Selic a 26,5% para contener la inflación. Esto es, el mayor esfuerzo primario no evitó que subiera el déficit global por los mayores pagos de intereses.

Bolivia es el país con mayor déficit fiscal, que en 2003 superó 9% del PBI debido a los menores recursos tributarios que produjo la desaceleración del nivel de actividad.

Venezuela también registró deterioro en sus cuentas públicas en 2003 pero manteniéndose en niveles manejables (incremento del déficit a 2% del PBI). Este país tiene una alta participación de recursos petroleros en los recursos totales y el nivel de precio de este commodity contribuyó a compensar la caída de ingresos tributarios vinculados al nivel de actividad.

La mejora de las cuentas fiscales está en línea con los acuerdos que la mayoría de los países de la región mantiene con el FMI (ver cuadro 6). Así como en la década del noventa la prioridad de los acuerdos pasaba por las reformas estructurales, en la actualidad, el énfasis casi excluyente gira en torno a la meta de superávit primario para cubrir la mayor parte de las necesidades financieras.

### Cuadro N° 6

#### SITUACIÓN FISCAL Y RELACIÓN CON EL FMI

Como % del PBI

	2003 (e)			2004 (e)		
	Superávit primario		Resultado Global Después del pago de intereses	Superávit primario		Resultado Global Después del pago de intereses
	Observado	Meta FMI		Proyectado	Meta FMI	
Argentina	2.9%	2.5%	0.4%	3.6%	3.0%	1.5%
Brasil	4.25%	4.25%	-5.2%	4.25%	4.25%	-3.5%
Bolivia	-6.4%		-9.1%	-4.1%		-7.0%
Chile	-0.2%		-0.9%	-0.4%		-0.9%
Colombia	2.8%	2.7%	-2.8%	2.8%	2.7%	-2.5%
Ecuador	5.1%	5.2%	2.1%	6.3%	6.4%	3.3%
México	3.9%		0.8%	4.0%		0.4%
Paraguay	2.1%	1.0%	0.2%	2.5%	1.5%	0.5%
Perú	0.3%	0.2%	-1.9%	0.9%	0.7%	-1.6%
Uruguay	2.5%	3.0%	-3.2%	3.0%	3.2%	-3.0%
Venezuela	6.4%		-0.1%	6.5%		0.5%

Fuente: M&S Consultores en base a Bancos Centrales y FMI

Las condiciones de financiamiento para los países emergentes han cambiado significativamente respecto de las que reinaron en los noventa. Salvo excepciones (como el populismo setentista que aplica Chávez en Venezuela), tanto el FMI como los gobernantes saben que el financiamiento para los países emergentes es escaso y muy selectivo, y en esa condición es que basan la mayor dureza en la meta fiscal.

La mayoría de los países de la región con acuerdo con el FMI tienen como mínimo una meta de superávit primario de 2,5% del PBI (las excepciones son Perú, Paraguay y Bolivia). Los extremos en la relación con el organismo son: i) Chile, que no tiene acuerdo con el FMI porque no lo necesita merced a la buena administración fiscal que mantiene desde hace años; y ii) Venezuela, que no tiene acuerdo con el FMI para cubrir sus necesidades financieras gracias a los ingresos excedentes que le aporta el precio del petróleo alto.

El hecho de que el FMI sea tan exigente en el nivel y el cumplimiento de la meta fiscal refleja las dificultades de los países de la región para acceder a financiamiento genuino en el mercado de capitales. Con excepción de México y Chile, al resto de los países de la región están calificados en “grado especulativo” y hoy por hoy es casi imposible recurrir al mercado de capitales a colocar nueva deuda en condiciones razonables. Por el trabajo realizado en el último año, aunque no cuenta con calificación de “investment grade” aún, Brasil es otro país que cuenta con la posibilidad de nueva colocaciones en el mercado internacional.

Como característica distintiva de los acuerdos vigentes del FMI en América Latina, el elevado resultado primario parece una condición innegociable para el organismo, tal vez atento a las escasas fuentes de financiamiento que existen para estos países.

## **Documentos de Trabajo Fundación para el Cambio**

1. **Efectos de la Pesificación y Despesificación**, elaborado por Carlos Rivas, Octubre de 2002.
2. **Reestructuración de Deuda Soberana Luego de un Default Desordenado**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Octubre de 2002.
3. **Principios para la Reforma del Estado Nacional**, elaborado por Gerardo Strada Saenz y Pablo García Mithieux, Octubre de 2002.
4. **El Sistema Financiero en la Argentina, una Propuesta de Reforma**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Noviembre de 2002.
5. **Políticas e Instituciones para dinamizar el Sector Externo en la Argentina**, elaborado por Julio J. Nogués con la colaboración de José A. Cerro, Noviembre de 2002.
6. **Gasto Público Social en la Argentina**, elaborado por Grupo Sophia, Diciembre de 2002.
7. **Lineamientos para una Política de Comercio Exterior**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
8. **Lineamientos para la Renegociación de Contratos Regulados**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
9. **Lineamientos de un Programa Económico**, Elaborado por Carlos Melconian, Rodolfo Santangelo, Edgardo Cenzone, Claudio Mauro y Pablo Goldín, Febrero de 2003.
10. **Modelos de Cálculo del Producto Potencial y Output Gap**, elaborado por Pablo Goldín y Facundo Martínez Maino, Abril de 2003.
11. **El nuevo "Contrato Fiscal" como parte de la Refundación de las Instituciones de la República**, elaborado por Ricardo Cossio y Eduardo Gil Roca, Mayo de 2003.
12. **La problemática de los sectores Electricidad y Gas**, elaborado por Edgardo Cenzone, Octubre de 2003.
13. **La sociedad comercial Argentina – Brasil**, elaborado por Pablo Goldín y Facundo Martínez Maino, Octubre de 2003.
14. **Una Propuesta de Reforma Previsional Posible**, elaborado por Claudio Mauro y Pablo Goldín, Noviembre de 2003.
15. **El peso de la Soja en la Economía Argentina**, elaborado por Facundo Martínez Maino, Noviembre de 2003.
16. **Cambio de perspectiva para América Latina**, elaborado por Edgardo Cenzone y Adriana Sacca, Febrero de 2004.



Av. Leandro N. Alem 690, piso 15 (1002) Buenos Aires, Argentina  
e-mail: [cambio@iplanmail.com.ar](mailto:cambio@iplanmail.com.ar) / [www.paraelcambio.org.ar](http://www.paraelcambio.org.ar)